

Agnieszka Kurczewska

Uniwersytet Łódzki

DETERMINANTY STRUKTURY KAPITAŁOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA¹

Streszczenie: Celem artykułu jest przegląd dorobku teoretycznego związanego ze strukturą kapitałową przedsiębiorstwa, w tym identyfikacja jej determinant i mierników, oraz przedstawienie obszarów badań empirycznych podejmowanych w Polsce i na świecie. W artykule wyróżniono mikro- i makroekonomiczne czynniki wpływające na strukturę kapitałową oraz zaproponowano zestaw ich mierników. Opisano założenia teoretyczne dwóch głównych i konkurujących ze sobą teorii: teorii wyboru źródeł finansowania i statycznej teorii substytucji. Zaprezentowano także polski dorobek z zakresu badań nad strukturą kapitałową.

Słowa kluczowe: struktura kapitałowa, teoria hierarchii źródeł finansowania, statyczna teoria substytucji

1. Wstęp

W przedsiębiorstwie nieustannie dąży się do doskonalenia procesu zarządzania finansami, w tym przede wszystkim do poprawy efektywności pozyskiwania i wykorzystywania kapitału. By to osiągnąć, należy świadomie kształtować i oceniać strukturę kapitałową, czyli relacje i proporcje pomiędzy zasobami finansowymi. Przez strukturę kapitałową rozumie się zestawienie kapitału własnego i obcego według obranych przez firmę kryteriów². Pojęcie „struktura kapitału” związane jest przede wszystkim z kapitałem zainwestowanym (kapitał własny i oprocentowany kapitał obcy)³. Przedsiębiorstwo cały czas balansuje między ryzykiem a zyskownością, poszukując takiej struktury kapitałowej, która spowoduje maksymalizację jego wartości. Biorąc pod uwagę spółki akcyjne, Z. i M. Wilmowscy określają ich strukturę kapitałową jako „kompromis między wyższymi dochodami dla akcjonariuszy a korzyściami spółki z wykorzystania tańszego kapitału obcego”⁴.

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010–2011 jako projekt badawczy.

² W. Nawrot, *Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 7–8, s. 20.

³ A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 57.

⁴ Z. Wilmowska, M. Wilmowski, *Wpływ czynników mikroekonomicznych na zarządzanie strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw*, konferencja „Komputerowo Zintegrowane Zarządzanie”, Polskie Towarzystwo Zarządzania Produkcją, Zakopane 2010, s. 627.

Jednym z większych dylematów w teorii finansów przedsiębiorstwa jest problem jego optymalnej struktury finansowania. Z jednej strony ekonomiści są zgodni, że powinno się dążyć do optymalizacji struktury kapitałowej, z drugiej strony wciąż otwartym problemem zostaje pytanie, czy w ogóle istnieje optymalna struktura kapitałowa firmy. Na kanwie tego sporu rozwinęły się dwie alternatywne i konkurujące ze sobą teorie struktury kapitałowej: teoria hierarchii źródeł finansowania i statyczna teoria substytucji. Podejmowane na całym świecie badania nie potrafią jednoznacznie opowiedzieć się po stronie jednej z nich. Punktem centralnym sporu jest relacja między zyskownością a poziomem zadłużenia (dźwignią), która nie została dotychczas zdecydowanie określona. Warto przy tym dodać, że problem optymalnego źródła finansowania, czyli jego poziomu i kolejności wyboru, jest tematem nie tylko wspomnianych wiodących teorii dotyczących struktury kapitałowej, ale również zagadnieniem pojawiającym się przy rozpatrywaniu pokrewnych koncepcji teoretycznych, takich jak: asymetria finansowa czy koszty bankructwa.

Celem artykułu jest przegląd dorobku teoretycznego związanego ze strukturą kapitałową przedsiębiorstwa, w tym identyfikacja jej determinant i mierników, oraz przedstawienie obszarów badań empirycznych podejmowanych w Polsce.

2. Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa i ich mierniki

Typologie determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstwa można budować na wielu płaszczyznach. Najbardziej naturalnym wydaje się podział ze względu na źródło pochodzenia czynników ją kształtujących. Zgodnie z nim determinanty struktury finansowania przedsiębiorstwa mogą mieć charakter zewnętrzny (egzogoniczny), stając się tym samym obszarem badań z zakresu makroekonomii, jak i wewnętrzny (endogoniczny), stanowiąc przedmiot prac na poziomie mikroekonomii. Te pierwsze są przede wszystkim wynikiem rozwoju gospodarki i funkcjonującego w jej ramach systemu finansowego, jak i powiązanego z nim systemu prawnego. Cechuje je niezależność od strategii finansowej i decyzji pojedynczego przedsiębiorstwa. Ich zbiór, ze względu na obiektywny charakter, można inaczej nazwać otoczeniem przedsiębiorstwa. Wewnętrzne uwarunkowania struktury kapitałowej związane są z funkcjonowaniem danego przedsiębiorstwa, jego charakterem, podejmowanymi decyzjami i perspektywami rozwoju. Na ten rodzaj uwarunkowań przedsiębiorcy mają zdecydowany wpływ, bowiem są one uzależnione od prowadzonej polityki finansowej i strategii rynkowej, przekładających się na strukturę finansową przedsiębiorstwa.

Na strukturę kapitałową przedsiębiorstwa mają zatem wpływ czynniki mikro- i makroekonomiczne. Z punktu widzenia mikroekonomii struktura kapitałowa przedsiębiorstwa zależy przede wszystkim od takich czynników, jak:

- rozmiar firmy,
- branża, w której firma działa,

- koszt kapitału,
- płynność,
- poziom akceptacji ryzyka,
- percepcja własnej pozycji rynkowej przedsiębiorstwa,
- wielkość majątku w firmie (struktura aktywów),
- zyskowność przedsiębiorstwa,
- polityka dywidendy w firmie,
- przyjęta strategia inwestycyjna.

Podobny do powyższego zestaw determinant był używany do badania struktury kapitałowej firm funkcjonujących zarówno w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych⁵, jak i dopiero rozwijających się⁶, zarówno dla firm małych i średnich⁷, jak i dużych przedsiębiorstw⁸. Struktura kapitałowa firm giełdowych była z kolei przedmiotem rozważań A. Demirgüç-Kunta i V. Maksimovic⁹ czy I. Welcha¹⁰.

Z punktu widzenia makroekonomii strukturę kapitałową kształtują również czynniki zewnętrzne, na które pojedyncze przedsiębiorstwo nie ma żadnego wpływu¹¹. Zalicza się tu przede wszystkim takie determinanty, jak:

- poziom rozwoju gospodarczego kraju (poziom inflacji i stóp procentowych),
- prowadzona polityka fiskalna,
- regulacje prawne,
- wielkość i sprawność sektora bankowego,
- poziom dostępnego w kraju zaawansowania technologicznego,

⁵ R.G. Rajan, L. Zingales, *What do know about capital structure? Some evidence from international data*, „The Journal of Finance” 1995, no. 50 (5), s. 1421–1460; G.C. Hall, P.J. Hutchinson, N. Michaelas, *Determinants of the capital structures of European SMEs*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2004, no. 31 (5–6), s. 711–728.

⁶ L. Booth, V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Capital structures in developing countries*, „The Journal of Finance” 2001, no. 56 (1), s. 87–130.

⁷ A. Zoppa, R.G.P. McMahon, *Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey*, School of Commerce Research Paper Series, 2.01.2002, The Flinders University of South Australia; A. Heshmati, *The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms*, „Research in Banking and Finance” 2001, vol. 2; N. Michaelas, F. Chittenden, P. Poutziouris, *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data*, „Small Business Economics” 1999, no. 12.

⁸ D. Rivaud-Danset et al., *Comparison between the financial structure of SME versus large enterprise using the BACH databank*, CNRS-UMR 604 – Institutions et Dynamiques Historiques de l'Économie, Paris 1998.

⁹ A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Stock market development and firm financing choices*, Policy Research Working Paper Series 1461, The World Bank, 1995.

¹⁰ I. Welch, *Capital structure and stock returns*, „Journal of Political Economy” 2004, vol. 112, no. 1.

¹¹ A. Antoniou, Y. Guney, K. Paudyal, *Determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries*, Working paper, University of Durham, Durham 2002.

- poziom rozwoju rynków finansowych (rozwój rynków wschodzących sprawia, że w przypadku dużych przedsiębiorstw coraz większego znaczenia nabiera zadłużanie się w postaci kredytów bankowych czy emisja papierów dłużnych¹²).

Mając listę potencjalnych czynników określających strukturę kapitałową w firmie, można przejść do etapu ich weryfikacji empirycznej. W badaniach struktury kapitałowej przedsiębiorstwa tworzy się modele, w których zmiennymi objaśniającymi stają się opisane wyżej czynniki mikro- i makroekonomiczne. Za wyznacznik struktury kapitałowej przyjmuje się najczęściej poziom zadłużenia całkowitego w relacji do aktywów ogółem (można jednak spotkać jego odmianę w postaci wskaźnika udziału kapitału własnego w kapitale obcym). By móc zbudować model, czynniki określające strukturę kapitałową przedsiębiorstwa również muszą przybrać formę mierników. Przykłady mierników wybranych determinant struktury kapitałowej przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Mierniki wybranych determinant struktury kapitałowej w przedsiębiorstwie

Determinanty struktury kapitałowej	Miernik
Struktura aktywów	Rzeczowy majątek trwały/aktywa ogółem
Zyskowność	Zysk operacyjny/przychody ze sprzedaży
Perspektywy rozwoju	<ul style="list-style-type: none"> • Procentowa zmiana wartości aktywów ogółem • Procentowa zmiana wartości przychodów ze sprzedaży • Inwestycje długoterminowe/aktywa ogółem
Płynność	Aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe
Wielkość przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> • Wartość przychodów ze sprzedaży w tys. zł x 10⁻⁶ • Wartość aktywów w tys. zł x 10⁻⁶
Unikalność produktu (branża)	Koszty sprzedaży/przychody ze sprzedaży
Ryzyko operacyjne	Odchylenie standardowe procentowej zmiany wartości zysków operacyjnych
Nieodsetkowe tarcze podatkowe	Amortyzacja/aktywa ogółem
Efektywna stopa podatkowa	Podatki/zysk brutto

Źródło: K. Mazur, *Determinanty struktury kapitału polskich spółek*, „Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa” 2007, nr 8, s. 23.

3. Teorie struktury kapitałowej

W drugiej połowie XX w. rozwinęły się dwie znaczące teorie związane ze strukturą kapitałową przedsiębiorstwa:

- teoria hierarchii źródeł finansowania (zwana również „porządkiem dziobania”),
- statyczna teoria kompromisu.

¹² W. Nawrot, *Struktura finansowania przedsiębiorstw...*, dz. cyt., s. 23.

A. Teoria hierarchii źródeł finansowania (ang. *pecking order theory*)

Podstawy teorii hierarchii źródeł finansowania zostały stworzone przez Donaldsona w latach 60. XX w., a teoria ta została rozwinięta w znacznym stopniu przez Myersa i Majlufa w latach 80. Zgodnie z nią w horyzoncie długookresowym przedsiębiorstwa wykazują pewne preferencje wobec poszczególnych form finansowania (rysunek 1). Jako pierwsze i podstawowe źródło finansowania wybierają wypracowane zyski, czyli decydują się na finansowanie wewnętrzne (w tym również odpisy amortyzacyjne oraz wpływy ze sprzedaży posiadanych krótkoterminowych papierów wartościowych lub innych zbędnych aktywów). Jeśli zasoby te okażą się niewystarczające, w drugiej kolejności sięgają po formy finansowania zewnętrznego związane z zadłużeniem (np. pożyczki, kredyty). Najrzadziej wybieraną opcją jest finansowanie kapitałem własnym ze źródeł zewnętrznych (np. emisja akcji). Taką logikę kolejności uzasadnia się tym, że samofinansowanie jest preferowaną formą finansowania ze względu na generowanie niższych (w porównaniu z finansowaniem zewnętrznym) kosztów, a także ponieważ w jego wyniku nie tworzą się żadne zewnętrzne ograniczenia dla funkcjonowania firmy¹³. Korzystanie z zewnętrznych źródeł finansowania oznacza bardzo często konieczność poddania się dyscyplinie i zasadom rynku kapitałowego¹⁴. Z kolei przewaga finansowania długiem nad finansowaniem udziałowym polega na tym, że w jego rezultacie jedynym zobowiązaniem firmy jest spłata tego długu, a właściciele (menedżerowie) nie odnoszą osobistych strat – nie tracą kontroli nad przedsiębiorstwem¹⁵. Celem przedsiębiorstwa nie jest osiągnięcie optymalnej struktury kapitałowej, ale zdobywanie jak najmniej kosztownych źródeł finansowania. Reasumując, zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania firma nie mogąc skorzystać ze źródeł wewnętrznych kapitału, powinna decydować się na następującą kolejność doboru źródeł zewnętrznych¹⁶:

1. kredyt kupiecki,
2. kredyt bankowy,
3. emisja obligacji,
4. instrumenty hybrydowe (np. obligacje zamienne na akcje),
5. akcje.

Zgodnie z teorią hierarchii wyboru źródeł finansowania firma przynosząca wyższe zyski w mniejszym stopniu się zapożycza (bo ma możliwość korzystania z wewnętrznych źródeł finansowania). Mniej zyskowne przedsiębiorstwo potrzebuje zewnętrznego finansowania, i w związku z tym powiększa swój dług¹⁷.

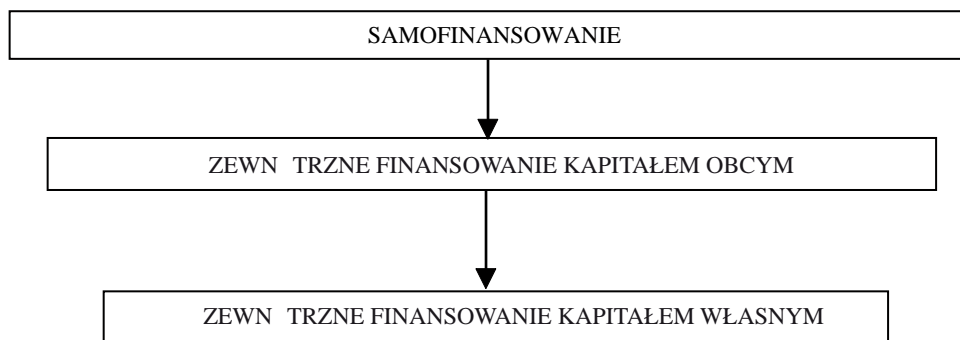
¹³ S.C. Myers, N.S. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics” 1984, no. 13.

¹⁴ W. Nawrot, *Struktura finansowania przedsiębiorstw...*, dz. cyt., s. 21–22.

¹⁵ A. Cobham, *The financing and technology decisions of SMEs*, QEH Working Paper Series – QEHWPS24, May 1999.

¹⁶ W. Nawrot, *Struktura finansowania przedsiębiorstw...*, dz. cyt., s. 21–22.

¹⁷ G. Mihalca, R. Antal, *An empirical investigation of the trade-off and pecking order hypotheses on Romanian market*, The XIII International Conference, Applied Stochastic Models and Data Analysis (ASMDA – 2009), June 30 – July 3, 2009, Vilnius, Lithuania, s. 110.



Rys. 1. Tradycyjna hierarchia wyboru źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa według teorii hierarchii źródeł finansowania

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z teorią hierarchii wyboru źródeł finansowania struktura kapitałowa przedsiębiorstw ustalana jest w taki sposób, aby ograniczać nieefektywność decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez przedsiębiorstwo w warunkach asymetrii informacji¹⁸. Trzeba przy tym dodać, za B. Paranque, że przedsiębiorstwa są świadome zalet i wad poszczególnych metod finansowania, ale logika ich zachowań jest często wynikiem niedoskonałości rynku¹⁹. Jak słusznie zauważa J. Gajdka, teoria hierarchii wyboru źródeł finansowania nie wyjaśnia wszystkich determinant struktury kapitałowej przedsiębiorstwa, bowiem nie uwzględnia m.in. podatków, kosztów bankructwa, kosztów związanych z emisją instrumentów finansowych²⁰.

Zbliżone do hierarchicznej teorii finansowania jest tzw. podejście sygnalizacyjne (ang. *signaling approach*), które wyjaśnia wybór poszczególnych form finansowania, szeregując je według preferencji, lecz uwzględniając również potrzeby przedsiębiorcy. Zgodnie z tym podejściem samofinansowanie ma największą wartość, jako że jego rozmiary odzwierciedlają pewność właściciela (menedżera) w powodzenie firmy. Następne w kolejności jest finansowanie długiem, które z kolei odzwierciedla pragnienie przedsiębiorcy do przywłaszczenia przewidywanej, dodatkowej wartości firmy, a nie dzielenie się nią z dodatkowymi udziałowcami. Na samym końcu znajduje się finansowanie zewnętrznym kapitałem udziałowym, które sygnalizuje chęć osłabienia ich udziałów²¹.

¹⁸ J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Rozprawy Habilitacyjne UŁ, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 229.

¹⁹ B. Paranque, *Flexibilité financière des PME*, grudzień 1999 [<http://perso.orange.fr/bparanque/download/gratice-eficea.pdf>], s. 2.

²⁰ J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału...*, dz. cyt., s. 248.

²¹ G. Reid, *Trajectories of small business financial structure*, „Small Business Economics” 2003, no. 20, s. 274.

Przedstawiona wyżej sekwencja finansowania w przedsiębiorstwie dotyczy klasycznej firmy, działającej w tradycyjnych branżach. Za M. Brouwerem i B. Hendrixem warto poddać dyskusji tezę o uniwersalności kolejności źródeł finansowania przedsiębiorstw²², zwłaszcza w kontekście firm działających w obszarze zaawansowanych technologii i będących w fazie *start-up*. Autorzy postulują, że kolejność finansowania w tych przypadkach może być odwrotna od tradycyjnej – jako że kapitały własne właścicieli są niewystarczające do finansowania tego typu inwestycji, a zaciąganie długu trudne do uzyskania, to ze względu na wysokie i trudne do oceny ryzyko finansowanie udziałami staje się podstawowym źródłem środków finansowych dla przedsiębiorstw²³.

B. Statyczna teoria substytucji (ang. *static trade off theory*)

Podstawy statycznej teorii substytucji stworzyli Modigliani i Miller w 1958 r. Jak sama nazwa wskazuje, teoria zakłada statyczną strukturę kapitału i opiera się na założeniu stałości kapitałów i aktywów firm²⁴. Według jej autorów oszczędności podatkowe związane z zadłużaniem się przedsiębiorstwa sprawiają, że firmy zadłużają się. Zgodnie z teorią każda firma dąży do własnego optymalnego poziomu zadłużenia, co oznacza konieczność wyznaczenia przez firmę proporcji między korzyściami podatkowymi (związanymi z zaciągnięciem długu) a kosztami możliwych problemów finansowych (kosztami bankructwa). Firma wykorzystuje dźwignię finansową do osiągnięcia optymalnej struktury kapitałowej. Poszukiwana jest optymalna struktura kapitałowa, która maksymalizowałaby wartość przedsiębiorstwa. Ryzyko związane z zadłużaniem się rekompensowane jest korzyściami podatkowymi z tego wynikającymi. W literaturze polskojęzycznej można czasem spotkać tę teorię pod nazwą teorii kompromisu, ponieważ przedsiębiorstwo decyduje się na kompromis między korzyściami płynącymi z zaciągnięcia długu a jego kosztami.

Statyczna teoria substytucji zakłada, że duże przedsiębiorstwa, posiadające aktywa trwałe, skłonne są pożyczać więcej niż małe przedsiębiorstwa, odznaczające się wyższym ryzykiem funkcjonowania i głównie aktywami obrotowymi. Przedsiębiorstwa o znacznym majątku, mniejszej liczbie inwestycji i mniej chwiejnych wynikach finansowych charakteryzuje wyższa dźwignia finansowa²⁵.

Zależność między strukturą kapitałową a jej determinantami nie jest oczywista. Jeśli chodzi o relację między zyskownością przedsiębiorstwa a jej zadłużeniem, najczęściej przyjmuje się, że pozytywna relacja między tymi zmiennymi świadczy o za-

²² M. Brouwer, B. Hendrix, *Two worlds of venture capital: What happened to US and Dutch early stage investment?*, „Small Business Economics” 1998, no. 10, s. 333–348.

²³ Szerzej: A. Kurczewska, *Wybór poziomu i formy finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – podstawy teoretyczne i sposoby testowania*, w: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*, red. B. Kołosowska, Uniwersytet Mikołaj Kopernika w Toruniu, Toruń 2008.

²⁴ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008, s. 122.

²⁵ G. Mihalca, R. Antal, *An empirical investigation of the trade-off...*, dz. cyt., s. 110.

sadności teorii substytucji, negatywna zaś stanowi przyczynek do przyjęcia teorii hierarchii źródeł finansowania. Drugi dylemat dotyczy struktury aktywów. Jak już stwierdzono, na poziom finansowania kapitałem dłużnym wpływa struktura aktywów przedsiębiorstwa. Kierunek tego wpływu nie jest jednak oczywisty. Założono, że struktura aktywów wyrażana jest współczynnikiem relacji między rzeczowymi aktywami trwałymi a aktywami ogółem. Firmy o wysokim współczynniku zaciągają więcej długów, ponieważ koszty związane z długiem, mającym zabezpieczenie w majątku trwałym firmy, są niższe niż bez takiego zabezpieczenia. Firmy o wysokim poziomie aktywów trwałych powinny więc zaciągać więcej długów. Z drugiej jednak strony wysoki udział aktywów trwałych w aktywach ogółem może oznaczać, że przedsiębiorstwo korzysta na stałe z wewnętrznie wypracowanych środków finansowych i nie potrzebuje już szukać zewnętrznych ich źródeł. Trudno więc jednoznacznie ocenić wpływ struktury finansowej na finanse przedsiębiorstw, choć nie ulega wątpliwości, że determinuje ona możliwości finansowe przedsiębiorstwa²⁶. W statycznej teorii substytucji przyjmuje się pozytywną relację między strukturą aktywów wyrażoną wspomnianym wskaźnikiem, natomiast w przypadku teorii hierarchii źródeł finansowania – nie ma zgodności wśród badaczy w tej kwestii.

4. Badania z zakresu struktury kapitałowej podejmowane w Polsce

W literaturze polskojęzycznej niewiele jest badań poświęconych strukturze kapitałowej przedsiębiorstw. Dominuje podejście teoretyczne, wzbogacane studiami przypadków. Na szczególną uwagę w polskim dorobku naukowym zasługują pozycje J. Grzywacza²⁷ czy J. Gajdki²⁸. Ciekawy artykuł W. Nawrot²⁹, opisujący strukturę finansowania przedsiębiorstw w Polsce, zamieszczono w czasopiśmie „Gospodarka Narodowa”. Pod względem badań empirycznych istotną pozycją jest artykuł K. Mazur (Uniwersytet w Wiener Neustadt, Austria) dotyczący struktury kapitałowej firm notowanych na GPW w Warszawie, opublikowany na łamach „International Advances in Economic Research”³⁰. Badaniami nad strukturą kapitałową polskich przed-

²⁶ Szerzej o strukturze kapitałowej firm innowacyjnych: A. Kurczewska, *Wpływ inwestycji w badania i rozwój na strukturę kapitałową oraz wybór źródła finansowania przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Ekonomiczne problemy usług nr 39, Zeszyty Naukowe nr 549: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka, Finanse przedsiębiorstw*, Szczecin 2009, s. 235–240.

²⁷ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2008.

²⁸ J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, seria: Rozprawy Habilitacyjne Uniwersytetu, Łódź 2002.

²⁹ W. Nawrot, *Struktura finansowania przedsiębiorstw...*, dz. cyt.

³⁰ K. Mazur, *The determinants of capital structure choice: Evidence from Polish companies*, „International Advances in Economic Research” 2007, vol. 13, no. 4, s. 495–514.

Tabela 2. Badania nad strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw

Autor	Charakterystyka wyników badań
K. Mazur (2007), <i>Determinanty struktury kapitału polskich spółek</i>	W badaniach dokonano empirycznej weryfikacji teorii struktury kapitałowej na grupie 238 polskich spółek w latach 1997–2004. W ich wyniku stwierdzono, że bardziej adekwatną dla wyjaśniania zachowań polskich firm notowanych na GPW jest teoria hierarchii wyboru źródeł finansowania. Wykazano ujemną relację między płynnością i zyskownością polskich spółek a ich poziomem zadłużenia. Zyskowne i płynne przedsiębiorstwa częściej decydują się na samofinansowanie.
Z. i M. Wilmowscy (2010), <i>Wpływ czynników mikroekonomicznych na zarządzanie strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw</i>	Przedsiębiorstwa w Polsce korzystają z finansowania działalności długiem, ale przede wszystkim o charakterze krótkoterminowym. Doraźnie decydują o swojej strukturze kapitału, kierując się głównie kryterium utrzymania płynności finansowej. Strukturę kapitału determinują: struktura aktywów, płynność bieżąca, zyskowność i wielkość przedsiębiorstwa. Kapitały obce są wykorzystywane dopiero wówczas, gdy własne środki okazują się niewystarczające na pokrycie potrzeb finansowych. Zbadane czynniki nie potwierdzają jednoznacznie, że polskie przedsiębiorstwa stosują się do założeń teorii struktury kapitału (w różnych branżach odnotowano różne zależności).
W. Nawrot (2007), <i>Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych</i>	Dobór źródeł finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 1992–2005 był efektem specyfiki transformującej się gospodarki Polski. W okresie tym odnotowano m.in.: <ul style="list-style-type: none"> • spadający udział kapitałów własnych oraz rosnący udział zadłużenia w strukturze finansowania wszystkich firm, • wzrost udziału kredytów i pożyczek w kapitale obcym, • wysoki udział zobowiązań wobec dostawców w kapitale obcym.
A. Kurczewska (2009), <i>Struktura kapitałowa firm informatycznych wchodzących na rynek NewConnect</i>	Opierając się na danych finansowych firm branży informatycznej notowanych na rynku NewConnect, zbadano zasadność teorii hierarchii wyboru źródeł finansowania i statycznej teorii substytucji. Wyniki badań wskazują, że pierwsza z nich lepiej objaśnia specyfikę tych firm i podejmowanych przez nie decyzji. NewConnect stwarza firmom będącym w fazie <i>start up</i> możliwości pozyskania kapitału na inwestycje, bez zaangażowania długookresowego kapitału obcego. Z punktu widzenia inwestora ryzyko związane z firmami notowanymi na NewConnect nie powinno być zatem wysokie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Mazur, *Determinanty struktury kapitału polskich spółek*, „*Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa*” 2007, nr 8, s. 21–27; W. Nawrot, *Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, „*Gospodarka Narodowa*” 2007, nr 7–8, s. 19–37; Z. Wilmowska, M. Wilmowski, *Wpływ czynników mikroekonomicznych na zarządzanie strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw*, konferencja „Komputerowo Zintegrowane Zarządzanie”, Polskie Towarzystwo Zarządzania Produkcją, Zakopane 2010, s. 627–640; A. Kurczewska, *Equity financing for innovative SMEs from information technology sector. Financial patterns and capital structure of IT firms entering NewConnect market in Poland*, Proceedings of ICSB Conference, Seoul 2009.

siębiorstw z sukcesem zajęli się również Z. i M. Wilmowsky³¹. A. Kurczewska³² zbadała z kolei zasadność teorii struktury kapitałowej na wąskiej grupie firm informatycznych wchodzących na rynek NewConnect. Charakterystykę badań nad strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw przedstawia tabela 2.

5. Podsumowanie

Dyskusja na temat struktury kapitałowej przedsiębiorstw, a zwłaszcza kolejności wyboru źródeł finansowania, jak i istnienia optymalnej struktury kapitałowej firmy jest wciąż aktualna. Na zachowanie przedsiębiorstw bardzo często ma jednak również wpływ kontekst gospodarczy, czyli warunki ekonomiczne panujące w określonym państwie (większość badań skupia się na analizie wybranej populacji przedsiębiorstw w danym kraju). Powstają kolejne modyfikacje omawianych teorii. Badacze są jednak zgodni, że strukturę kapitału przedsiębiorstwa uznaje się za prawidłową, jeżeli termin wymagalności pasywów jest odpowiednio skorelowany z możliwością zamiany aktywów na gotówkę³³. Podejmowane badania nad strukturą kapitałową firm nie ograniczają się obecnie tylko do dużych przedsiębiorstw. Coraz częściej przedmiotem rozważań stają się firmy sektora MSP. Struktura kapitałowa małych i średnich przedsiębiorstw jest jednak wciąż mniej rozpoznana. Bardzo często związane jest to z dostępnością danych. Podstawowym pytaniem, które stawiają badacze, jest zasadność i adekwatność teorii hierarchii źródeł finansowania i teorii substytucji dla sektora MSP (teorie te pierwotnie służyły bowiem wyjaśnieniu zachowania raczej dużych firm).

Literatura

1. Antoniou A., Guney Y., Paudyal K., *Determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries*, Working paper, University of Durham, Durham 2002.
2. Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Capital structures in developing countries*, „The Journal of Finance” 2001, no. 56 (1).
3. Brouwer M., Hendrix B., *Two worlds of venture capital: What happened to US and Dutch early stage investment?*, „Small Business Economics” 1998, no. 10 (4).
4. Cobham A., *The financing and technology decisions of SMEs*, QEH Working Paper Series – QE-HWPS24, May 1999.
5. Cwynar A., Cwynar W., *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
6. Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Stock market development and firm financing choices*, Policy Research Working Paper Series 1461, The World Bank, 1995.

³¹ Z. Wilmowska, M. Wilmowski, *Wpływ czynników mikroekonomicznych...*, dz. cyt.

³² A. Kurczewska, *Equity financing for innovative SMEs from information technology sector. Financial patterns and capital structure of IT firms entering NewConnect market in Poland*, Proceedings of ICSB Conference, Seoul 2009.

³³ Z. Wilmowska, M. Wilmowski, *Wpływ czynników mikroekonomicznych...*, dz. cyt., s. 639.

7. Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, seria: Rozprawy Habilitacyjne Uniwersytetu, Łódź 2002.
8. Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2008.
9. Hall G.C., Hutchinson P.J., Michaelas N., *Determinants of the capital structures of European SMEs*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2004, no. 31 (5–6).
10. Heshmati A., *The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms*, „Research in Banking and Finance” 2001, vol. 2.
11. Kurczewska A., *Equity financing for innovative SMEs from information technology sector. Financial patterns and capital structure of IT firms entering NewConnect market in Poland*, Proceedings of ICSB Conference, Seoul 2009.
12. Kurczewska A., *Wpływ inwestycji w badania i rozwój na strukturę kapitałową oraz wybór źródła finansowania przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Ekonomiczne problemy usług nr 39, Zeszyty Naukowe nr 549: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw*, Szczecin 2009.
13. Kurczewska A., *Wybór poziomu i formy finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – podstawy teoretyczne i sposoby testowania*, w: *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*, red. B. Kolosowska, Uniwersytet Mikołaj Kopernika w Toruniu, Toruń 2008.
14. Mazur K., *The determinants of capital structure choice: Evidence from Polish companies*, „International Advances in Economic Research” 2007, vol. 13, no. 4.
15. Michaelas N., Chittenden F., Poutziouris P., *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data*, „Small Business Economics” 1999, no. 12.
16. Mihalca G., Antal R., *An empirical investigation of the trade-off and pecking order hypotheses on Romanian market*, The XIII International Conference, Applied Stochastic Models and Data Analysis (ASMDA – 2009), June 30 – July 3, 2009, Vilnius, Lithuania.
17. Myers S.C., Majluf N.S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics” 1984, no. 13.
18. Nawrot W., *Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 7–8.
19. Paraque B., *Flexibilité financière des PME*, grudzień 1999 [<http://perso.orange.fr/bparaque/download/gratice-efcea.pdf>].
20. Rajan R.G., Zingales L., *What do know about capital structure? Some evidence from international data*, „The Journal of Finance” 1996, no. 50 (5).
21. Reid G., *Trajectories of small business financial structure*, „Small Business Economics” 2003, no. 20.
22. Rivaud-Danset D. et al., *Comparison between the financial structure of SME versus large enterprise using the BACH databank*, CNRS-UMR 604 – Institutions et Dynamiques Historiques de l'Économie, Paris 1998.
23. Welch I., *Capital structure and stock returns*, „Journal of Political Economy” 2004, vol. 112, no. 1.
24. Wilmowska Z., Wilmowski M., *Wpływ czynników mikroekonomicznych na zarządzanie strukturą kapitałową polskich przedsiębiorstw*, konferencja „Komputerowo Zintegrowane Zarządzanie”, Polskie Towarzystwo Zarządzania Produkcją, Zakopane 2010.
25. Zoppa A., McMahon R.G.P., *Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey*, School of Commerce Research Paper Series, 2.01.2002, The Flinders University of South Australia.

DETERMINANTS OF COMPANY'S CAPITAL STRUCTURE

Summary: The aim of the article is to review theoretical output on company's capital structure. It is reached by identifying its determinants and their measurements, as well as by describing empirical research on capital structure. The article presents assumptions of two leading and competing theories: pecking order theory and static trade off. It includes an overview of the results of research on capital structure of Polish companies.